2020 年 08 月 21 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 84

万华化学(600309.SH) Buy 买入

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2020/8/20)	68.80
上证指数(2020/8/20)	3363.90
股价 12 个月高/低	70.65 / 36.54
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	1423.76
A 市值(亿元)	979.54
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司(21.59%)
每股净值(元)	13.16
股价/账面净值	5.23

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.7	48.0	61.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020.04.03	42.20	买入

产品组合

聚氨酯系列	55.0%
石化系列	27.7%
其他	8.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.3%
一般法人	14.5%

股价相对大盘走势



二季度业绩环比改善，产品价格企稳回升

结论与建议：

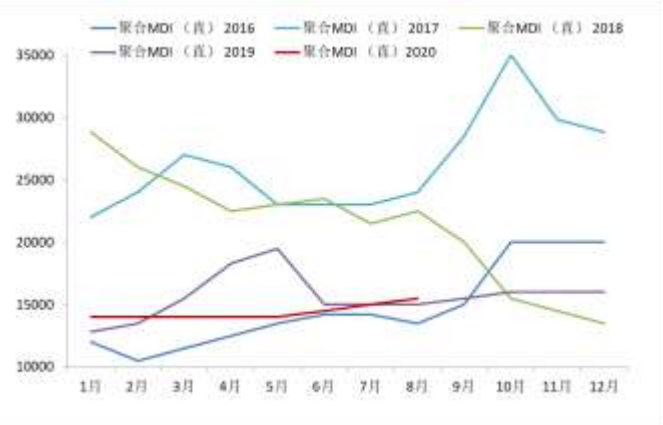
公司发布 20 年上半年业绩报告，上半年实现营收 309.1 亿元，yoy-2.0%，归母净利润 28.4 亿元，yoy-49.6%，扣非后归母净利润 24.9 亿元，yoy-50.6%，每股收益 0.90 元，其中二季度实现营收 155.6 亿元，qoq+1.4%，yoy-0.2%，归母净利润 14.6 亿元，qoq+5.9%，yoy-48.4%，扣非后归母净利润 14.3 亿元，qoq+34.4%，yoy-45.6%，扣非后二季度业绩环比大幅改善。受疫情、低油价等因素影响，公司业绩承压，但目前产品价格企稳回升，下半年价格继续看涨，叠加同比基期较低，全年业绩降幅料收窄。长期看，公司 MDI 产能通过技改扩产，二期石化项目进展顺利，精细化学品及新材料系列新增产能释放，三大业务齐头并进，未来业绩增长有保障，维持“买入”评级。

- **盈利能力下滑，石化贸易大幅增加：**上半年华东地区聚合 MDI 均价 11810 元/吨（-15.5%，同比跌幅，下同）、纯 MDI 均价 14291 元/吨（-32.5%）、TDI 均价 10645 元/吨（-23.9%），另外石化产品中丙烯、环氧丙烷、MTBE、丁醇等均价同比下跌 10-25%不等。上半年综合毛利率同比下降 11.37 个百分点至 20.05%，其中聚氨酯系列因产品跌价而下滑 7.70 个百分点至 34.94%，石化系列产品跌价，同时低毛利的贸易交易量同比增幅超 200%，毛利率下滑 9.93 个百分点至 0.04%，最终导致上半年净利润下跌幅度明显大于营收下滑幅度。具体经营数据上，聚氨酯系列销量为 124.2 万吨（-5.9%），实现营收为 134.2 亿元（-18.6%）；石化系列产量为 84.5 万吨（-7.1%），实现营收 104.1 亿元（38.6%），主要系贸易量大幅增加；精细化学品及新材料系列继续放量，销量为 22.5 万吨（27.9%），形成以量补价，实现营收 32.0 亿元(-1.3%)，毛利率降 6.86 个百分点至 19.38%。另外，期间费用率同比微降 0.54 个百分点至 10.42%。
- **聚氨酯、石化产品企稳回升，下半年继续看涨：**受疫情及低油价等因素影响，上半年聚氨酯价格维持低位运行、石化产品价格持续走低，二季度后国内疫情得到有效控制，宏观经济逐步复苏，聚氨酯、石化产品价格筑底反弹，公司 MDI 挂牌价格 6 月份后逐月上调。环比二季度均价来看，当前 TDI 上涨 33%、聚合 MDI 上涨 21%、纯 MDI 上涨 6%，绝大多数石化产品价格上涨 5%左右，其中环氧丙烷环比上涨 49%。下半年继续看涨，聚氨酯方面，当前多套 MDI 装置处于检修及不可抗力状态，短期供给将偏紧，下游国内需求逐步恢复，海外需求随疫情好转而出口改善，叠加寡头有序供给，支撑 MDI 价格继续上涨；TDI 德国科思创存在 30 万吨检修预期及美国巴斯夫 16 万吨不可抗力停产，加上下游需求好转，TDI 有望继续反弹。石化产品方面，国际布油价格已回升至 40 美元/桶以上，成本得以支撑，同时较长时间低价运行导致行业库存偏低，下半年旺季及基建需求拉动，石化产品价格料将持续回暖。
- **逆势扩张，三大板块起头并进：**期末公司在建工程为 326.70 亿元，同比增 107%，主要系聚氨酯产业链延伸及配套项目、乙烯项目投资增加所致。在聚氨酯方面，公司通过技改扩产，宁波、烟台两个产能可扩产至 260 万吨/年，增幅达 40%以上，同时布局福建基地，将新增 40 万吨 MDI 产能、25 万吨 TDI 产能以及 PVC、烧碱等产能，扩产加新增可保证公司聚氨酯每年近 10%的增量产能释放。石化方面，公司乙烯项目主要含百万吨乙烯裂解装置，在一期基地上布局 C2 产业链，下半年有望投产。公司石化及聚氨酯产品同时逆势扩张，加强产业链间协同效应，提高市场竞争力，除此之外，公司不断开发与拓展下游高附加值精细化学品及新材料产品，并陆续投产，如水性涂料、PC、合成香料、尼龙-12 等多个项目，形成三大业务板块齐头并进，随着三大系列增量产能不断释放，将推进公司持续成长。

- **盈利预测：**我们预计公司 19/20/21 年净利润 73.1/114.8/135.8 亿元，yoy-27.9%/+57.0%/+18.3%，对应 EPS 为 2.33/3.66/4.33 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 30/19/16 倍。鉴于公司全球行业龙头地位，未来业绩增长有保障，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

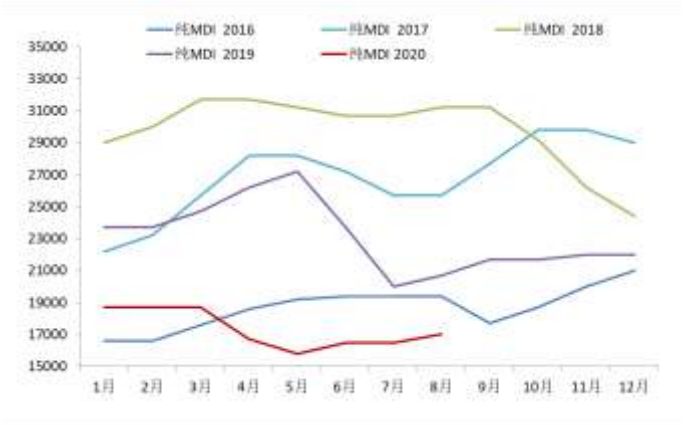
年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15,566	10,130	7,309	11,476	13,580
同比增减	%	-1.36%	-34.92%	-27.85%	57.01%	18.33%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.96	3.23	2.33	3.66	4.33
同比增减	%	-1.36%	-34.92%	-27.85%	57.01%	18.33%
A 股市盈率(P/E)	X	13.88	21.32	29.55	18.82	15.91
股利 (DPS)	RMB 元	2.00	1.30	1.10	1.60	1.80
股息率 (Yield)	%	2.91%	1.89%	1.60%	2.33%	2.62%

图 1：公司近年聚合 MDI 直销挂牌价格



资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 2：公司近年纯 MDI 挂牌价格



资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	首次评等潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤首次评等潜在上涨空间<35%
区间操作（Trading Buy）	5%≤首次评等潜在上涨空间<15%
中立（Neutral）	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	72837	68051	65373	84230	96573
经营成本	46493	48998	50048	61777	70217
研发费用	822	576	553	713	817
营业税金及附加	2460	2783	2673	3445	3949
销售费用	1847	1434	1377	1775	2035
管理费用	1629	1705	1638	2110	2419
财务费用	1048	1080	1037	1336	1532
资产减值损失	181.74	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	119.59	158.92	162.10	165.34	168.65
营业利润	19604	12297	8884	13928	16474
营业外收入	12.11	78.80	80.38	81.98	83.62
营业外支出	120.33	115.40	117.71	120.06	122.46
利润总额	19495	12260	8846	13890	16436
所得税	3423	1667	1203	1889	2235
少数股东损益	506	463	334	525	621
归属于母公司股东权益	15566	10130	7309	11476	13580

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7229	4566	14879	19282	27894
应收账款	3853	4433	4655	4794	4938
存货	8940	8587	9016	9197	9472
流动资产合计	30893	23484	34878	40478	49682
长期股权投资	708	718	753	769	792
固定资产	35644	37478	37826	38849	40027
在建工程	11340	24066	33693	26954	21563
非流动资产合计	56170	73382	82983	77988	74575
资产总计	87063	96865	117861	118466	124257
流动负债合计	39895	44800	59469	55296	52948
非流动负债合计	15072	13708	9830	12304	7586
负债合计	47481	52934	69740	63367	60609
少数股东权益	1533	1567	1901	2426	3047
股东权益合计	39582	43931	48121	55099	63648
负债及股东权益合计	87063	96865	117861	118466	124257

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	22877	25933	18153	28682	32984
投资活动产生的现金流量净额	-10570	-18367	-19836	-15869	-14282
筹资活动产生的现金流量净额	-9936	-9233	12003	-8402	-10082
现金及现金等价物净增加额	2414	-1674	10312	4403	8612

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。